الاسم واللقب:

الأستاذة لــــمــياء عماني – أستاذة مساعدة مكلفة بالدروس فئة "A"

دكتوراة شـــهــرزاد زغــيــب– أستاذة محاضرة–

المؤسسة: كلية العلوم اقتصادية و علوم التسيير جامعة باجي مختار–عنابة– الجزائر–

الهاتف النقال: 0663/45/58/35

الهاتف الثابت : 00213/38/80/19/07

الفاكس :

038/51/54/09

038/80/42/75

البريد الإلكتروني

s_zeghib@yahoo.fr

Lamitta.ame2001@yahoo.fr

المشاركة بمداخلة

عنوان المداخلة: الأزمة المالية : من المتسبب و من المتضرر ؟

الأزمة المالية : من المتسبب و من المتضرر ؟

في أعقاب كل أزمة مالية هناك أطراف و جهات يتكرر ذكرها في حالة من الإشتباه و الإلتباس، إن من جهة كونها أطراف فاعلة مسببة للأزمة، أو في كونها مستوعبة لآثارها، أو إلى خلاف ذلك في اعتبارها مسؤولة عن التنبأ بالأزمة و استباقها بإجراءات معينة أو على الأقل الحد من آثارها. دائما تكون هذه الأدوار الفاعلة أو المتلقية موضع إشتباه.

على مدى الأزمات السابقة و عبر ثلاث عشريات مضت كان من الصعب دائما تحديد من المسؤول عن حدوث الأزمة، و كان في المقابل معروف نظريا من المسؤول عن كبح جماحها و معالجة آثارها، إنها البنوك المركزية و من ورائها الدولة التي تتدخل ككل مرة لتصحيح انحرافات السوق، دون أن يتم محاسبة أحد، بل و غالبا ما يمول أولئك البعيدين تماما عن الفضاء المالي برامج الإنعاش الطارئة عندما يتم اختصار الحلول في ضخ السيولة .

الإشكال الرئيسي : في دوامة كل أزمة مالية من المتسبب و من المتضرر ؟

تتكون رؤوس المثلث الموجود تحت مجهر الفحص و التحليل من ثلاث جهات هي المراكز المالية و الواحات الضريبية التي لا تعرف أياّ من قواعد الضبط و بالتالي تمثل حالة الإنفلات التام للفضاءات المالية، صناديق الإستثمار المؤسساتي و صناديق التحوط أو التغطية التي تعد اللاعب الأساس في أسواق المال و التي تمثل شبكة العدوى لانتشار الخطر و تعميم حالة الفوضى و العشوائية، و الجهات الرسمية المسؤولة محليا أو دوليا عن التدابير التنظيمية و الرقابية و العلاجية أيضا.

التدقيق في الأدوار الحقيقية غير النمطية لتلك الجهات يجعلنا أمام التساؤلات التالية :

- هل الجهات الرسمية (الدولة، البنوك المركزية، أجهزة المراقبة و الإشراف، المؤسسات الدولية..) بعيدة تماما عن كونها أحد مسببي الأزمة المالية و المساعدين على انتشارها، على الأقل من حيث التساهل في تقييم الخطر في حالة الإنتعاش الإقتصادي و المالي ؟
- هل تجتمع صناديق الاستثمار المؤسساتي و خاصة صناديق التقاعد على قاعدة المتسبب و المتضرر؟
- هل يمكن تحييد المعاملات المالية للمراكز ما وراء الحدود عن المعاملات المالية المقننة ؟

الفاعل الأساس في أسواق المال و الصرف على حد سواء هو صناديق التحوط و المضاربة، و الفضاء الأمثل لتلك الممارسات المضاربية هو الواحات الضريبية، حيث تسود بشكل مطلق مفاهيم التحرير المالي و السرية البنكية.

على مستوى الإقتصاديات الوطنية تغطي، إن لم تكن تغذي الجهات الرسمية تلك الممارسات.

الأزمة المالية الراهنة 2007 – 2009

توضح الأزمة الحالية كيف تتظافر مخاطر الائتمان و مخاطر الاستثمار لتتحول إلى أزمة، بداية كانت معدلات الفائدة في السوق النقدي منخفضة، الشيء الذي يشجع دائما على التوسع في الائتمان، و تركز هذا الائتمان في سوق العقار إما للحصول على سكنات أو للاستثمار الحقيقي طويل المدى أو للمضاربة.

كانت الحصة الأكبر في الائتمان للقروض العقارية بضمانات و رهون عقارية و معدلات فائدة متغيرة دون وجود أية ضمانات أخرى من طرف طالبي الائتمان من محدودي الدخل، التوسع في سوق العقار عرضا و طلبا و دوران رأس المال في هذا السوق كان له أن ينشأ فقاعة عقارية تفصل أسعار الأصول الحقيقية عن أسعارها السوقية خاصة مع دخول المضاربين السوق.

عادة تقوم البنوك بتوريق محافظ القروض في شكل أوراق مالية قصيرة الأجل قابلة للتجديد يكتتب فيها المستثمرون الماليون، خاصة صناديق الاستثمار الجماعي، لتعاود البنوك توظيف تلك الموارد في قروض عقارية جديدة، و يعاود المستثمرون الحصول على الائتمان بضمان الأوراق المالية التي بحوزتهم، ثم يستخدمون الائتمان للحصول على مزيد من الأوراق، أي استخدام الدين للحصول على الدين من الجانبين، ثم يتم إقحام شركات التأمين في العملية للحماية من إفلاس البنوك [(1)] .

لاحقا انهيار سوق العقار و انفجار الفقاعة بسبب تراجع الأسعار يجرف معه كل ما كان قد توسع على إثر الانتعاش السابق في السوق: لا يعود للرهون العقارية من قيمة سوقية كافية لتغطية حتى أجزاء من الدين، لا عوائد لحاملي السندات، و يلجأ هؤلاء للبيع المكثف لتلك السندات، لا مفر من إفلاس البنوك و معها شركات التأمين...شح السيولة و فقدان الثقة و انتشار الذعر المالي و العشوائية في السلوكات الاستثمارية و انهيار الأسعار بدل تصحيحها، تصبح تلك كلها على نحو سريع صفة السوق.

ما يميز هذه الأزمة بشكل خاص:

- اعتماد تقنية التوريق بشكل واسع، و هذا يعني توسيع حلقة رأس المال المالي و تعقيدات العمليات المالية؛
- تشتيت الخطر أكثر من تنويعه، و ذلك بايجاد مستثمرين جدد يشترون الديون لتحريك سوق الرهون العقارية و خلق فئات يتفاوت تصنيفها المالي، هذا الوضع يعطي انطباعا خاطئا حول توزيع كفء للمخاطر؛
- إسناد دور كبير في سوق الإئتمان لصناديق التغطية ذات الطبيعة الإستثمارية المجازفة، مما يضعف كفاءة السوق فيما يخص الإفصاح و الشفافية و يزاوج بين مخاطر الاستثمار المالي و مخاطر الائتمان [(2)].

الخسارة في البورصات و أسواق المال على صعيد دولي وصلت إلى **30 000** مليار دولار، مست المؤسسات و الأفراد سواء الأثرياء ملاك الثروات الضخمة أو صغار المدخرين، بما فيهم المستثمرين عبر صناديق التقاعد، و بشكل محدد في **الولايات المتحدة المريكية** ، حيث كانت نسبة الخسارة **30 %** من قيمة

الممتلكات، و تمثل الإيرادات الناتجة عن تلك الممتلكات **50 %** من الدخول الشهرية لتلك الفئة من المستثمرين [3] .

من المتضرر ..لا أحد غير المواطن دافع الضرائب، المواطن المستهلك، المواطن المنخرط في المشروع الصغير، المواطن المستثمر المالي المدخر من فئة المستثمرين الصغار، هذا الأخير الذي لا تخلو ذمته من المسؤولية في حدوث الأزمة المالية (**المعروف عن تلك الفئة التخوف الشديد من الخوف و اتباع سلوك القطيع).**

الإنخفاض الحاد في الأسعار في السوق المالي يخلق بائعين لا مشترين، لأسباب عديدة، منها:

- المعايير المحاسبية التي تظهر الخسائر المقيمة محاسبيا بشكل فوري، و التي تخفض قيمة الأموال المملوكة و تدفع المستثمرين المؤسساتيين للبيع، لتفادي الإعلان عن أداء سيئ يفقدهم حصصصهم السوقية (أداء المحافظ **الإستثمارية)؛**
- قواعد الحذر التي تستلزم أن تؤدي الخسارة في الأموال المملوكة إلى تقليص قدرة البنوك و المستثمرين في تحمل الوضع الناتج عن تملك أصول مخطرة و قدرة البنوك على منح الإئتمان؛
- البيع الاضطراري لعدد من الهيئات الإستثمارية خشية مواجهة سحوبات مرتبطة بالتقييم السلبي للأداء الناتج عن سوق في حالة تراجع [4] .

أولا – المراكز المالية و الواحات الضريبية

1– مفهوم الواحات الضريبية و مرجعيتها

الواحة الضريبية أو الجنة الضريبية هي كل فضاء مالي أو اقتصادي أو تجاري يضمن السرية في المعاملات، كالتكتم على شخصية أصحاب الحسابات البنكية، و يمنح إقامة جبائية دون الحاجة للإقامة الفعلية، و يعفي من الاقتطاع الضريبي خاصة على المعاملات المالية.

كل دولة تحولت إلى واحة ضريبية هي دولة جعلت من سيادتها منتجا قابلا للمتاجرة، التحول في حد ذاته يعد إستراتيجية نمو شرعية تماما بالنسبة لهذه الدول، و هي إستراتيجية تلائم بشكل خاص الدول الصغيرة " **Micro Etats**" ، و لكن كل تحول مماثل يحرض على الأزمة، و يشجع على غسيل الأموال و التهرب الضريبي (**مختلف الجرائم الإقتصادية).**

الواحة الضريبية هي حل لمفارقة "السيادة الوطنية مقابل حرية حركة رأس المال"، من خلال خلق فضاءات تتنازل عن السيادة لصالح التحرير، و تغني الدول المتقدمة عن فعل ذلك بالإحتفاظ بكامل سيادتها.
يكثر انتشار هذه الواحات كلما زاد التضييق على حركة رأس المال بأي نوع من الحواجز، كتشديد الانضباط المالي و فرض مزيد من الضريبة، و إجبارية الإعلان (**الإفصاح و الشفافية)**، كما تتعاظم أهميتها كلما توفرت أرصدة و فوائض مالية باحثة عن التراكم و التثمين .

تتميز هذه الواحات بطابعها الوهمي (**fictif**)، فمهما كانت أهداف الدول من مثل هذا التحول تبقى مهمتها الأساسية هي أن توفر للشركات فضاء للتحرر، من خلال التسجيل القانوني دون شروط و دون

مساءلة و دون حاجة للاستقرار الفعلي و نقل أصولها، بل على العكس هي غالبا تعود لمزاولة نشاطها في دولها الأصلية.

البحث عن إقامـــة قانونية وهمية في الواحات الضريبية هو إستراتيجية قائمة على الخيال (**la fiction**)، على سبيل المثال تخرج الشركات من **"Hongkong"** إلى **"Bermudes"** (**واحة ضريبية**) للتسجيل القانوني و الخضوع للقوانين (**بما فيها الضريبية**) هناك، أي لتحصل على إقامة دون نقل أصولها ثم تعاود الدخول إلى **"Hongkong"** من جديد دون أن تكون مضطرة للخضوع للقوانين الصينية، هي تنقل عنوانها القانوني إلى ميدان تعــديل آخر ملائم.

القاعدة المشتركة لكل المراكــز المالية هي "التحويل القانوني الوهمي" لكل الممارسات من تكوين شركات، سرية بنكية، إعفاء ضريبي، كأدوات إستراتيجية جديدة و غامضة للنمو من ناحية، و تقويض السيادة (**في موقع**) و جعلها منتجا قابلا للمتاجرة من ناحية أخرى (**و لحماية سيادة الدولة في موقع آخر**).

باستخدام حق السيادة كسلعة تجارية، أظهرت الواحات الضريبية بوضوح كيف يتكيف نظام الدولة الحديثة مع العولمة، إذ بتنازل هذه الدول عن سيادتها توفــر أرضيات قانونية ملائمة للعولمة المالية و بيئات خصبة للأزمات خاصة المالية منها، في هذا الإطار يمكن لنظام الدولـــة الوهمي الافتراضي أن يتعايش جنبا إلى جنب مع نظام الدولـــة الحقيقي و أن يعيش على بنيته القانونية و السياسية.

إستراتيجية الواحات الضريبية في النمو عبر المتاجرة بسيادة الدولـــة تشكل ثابتا في النظام الجديد للدولـــة في ظل العولمة [(5)] .

ما يميز الواحات الضريبية ويجعلها مركز جذب هو السرية التامة لمعاملات زبائنها، والتـــي لـــم تـــتمكن الحكومات وأجهزة مكافحة غسيل الأموال إلا من انتقاص القليل منها، من ناحية أخرى تطرح هذه الواحـــات كما تدل عليه التسمية ميزة الإعفاء من الضرائب، مع المرونة التامة في التحرك والتحول مـــن أداة ماليـــة لأخرى و من عملة لأخرى و من فضاء مالي لآخر، أي أنها تضمن خاصيتي الحركيـــة و الإحـــلال، مـــع الاستفادة من كافة الخدمات المالية و البنكية.

لا تقتصر حاجة الدول خاصة النامية منها لهذه الأموال على التمويل وتحريك النمو، إنما تشمل الحاجة الملحة لإعادة تشكيل الاحتياطات من العملة الصعبة، سواء لتمويل عجز الميزان التجاري أو لخدمة الدين أو لإضفاء مزيد من الثقة على بيئة الأعمال لجذب المزيد من الأموال [(6)] .

2 – الواحات الضريبية و إمكانية الضبط و التنظيم

آخر تصنيف تنشره منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية **OCDE** بعد انعقاد قمة مجموعة العشرين يشير إلى تغير مراكز و تصنيفات بعض الدول و الفضاءات المالية، لأسباب مختلفة.

تم وضع تصنيف أول تمثل في القائمة البيضاء التي تضم دولا شرعت في تنفيذ المعايير الدولية و وقعـــت على الأقل على **12** اتفاقية دولية، يليها التصنيف الثاني الذي تمثل في القائمة الرماديـــة التـــي تضـــم دولا التزمت باحترام و تطبيق المعايير الدولية و وقعت على أقل من **12** اتفاقية، ثم التصنيف الأخير و هـــي

القائمة السوداء التي تضم دولا لم تلتزم بأية معايير دولية **(و التي تعتزم مجموعة العشرين فرض عقوبات مستقبلية بحقها تحت طائلة عدم التعاون).**

أبرز الدول التي عرفت تحسنا في تصنيفها كانت **بلجيكا و النمسا و لوكسمبورغ و سويسرا**، حيث قامت هذه الدول بإجراء تعديلات على تشريعاتها الوطنية خاصة في موضوع السرية البنكية : أعلنت **بلجيكا** عن الرفع التام لتلك السرية بدءا من **2010** ، في حين وافقت كل من **النمسا و لوكسمبورغ** على التنسيق مع بقية الدول فيما يتعلق بتبادل المعلومات الخاصة بالبنوك في حالات الغش الضريبي، و أعلنت **سويسرا** أنها ستلتزم بالمعايير المطبقة من طرف منظمة التعاون و التنمية الإقتصادية [7] .

القائمة البيضاء	**القائمة الرمادية**	**القائمة السوداء**
الأرجنتين – كندا – الصين –– الوم أ – ايطاليا – ألمانيا – فرنسا – بريطانيا...	**لوكسمبورغ – سنغافورة – سويسرا – النمسا – الباهماس – بلجيكا – موناكو ...**	**كوستاريكا – ماليزيا – الفلبين – الأرغواي.**

ربما تعد هذه أكثر المرات التي توجه الدول الكبرى رسائل واضحة وصريحة للمؤسسات الدولية و التكتلات الإقليمية بخصوص الوضع المتحرر للمراكز المالية و الواحات الضريبية.

ثانيا – المستثمرون المؤسساتيون

الاستثمار المؤسساتي يجمع ثلاث فئات أساسية من متعاملي السوق هي صناديق التقاعد، شركات التأمين، و هيئات التوظيف الجماعي لرؤوس الأموال، يضاف إليها أحيانا صناديق التحوط و المضاربة، لقد توسع حضور هذه الفئات الإستثمارية من حيث الدور و الحجم في العشريات الثلاث الأخيرة، و في الفضاءات المالية حيث يجبر التشريع على صيغة التقاعد من خلال الرسملة **(la capitalisation)** و ليس إعادة التوزيع، أو يسمح بالمزاوجة بينهما.

قد يتعدى حجم التوظيفات المالية للمستثمرين المؤسساتيين قيمة الناتج الداخلي الإجمالي، و تسجل سويسرا في ذلك أرقاما قياسية [8] **(مثال على الواحات الضريبية و تغلغل الإستثمار المؤسساتي)**، تليها بريطانيا و الولايات المتحدة الأمريكية **(تضاعفت قيمة الأصول المدارة من طرف تلك الهيئات 7 مرات في "الوم أ" و 8 مرات في بريطانيا بين 1980 و 1996)** [9] .

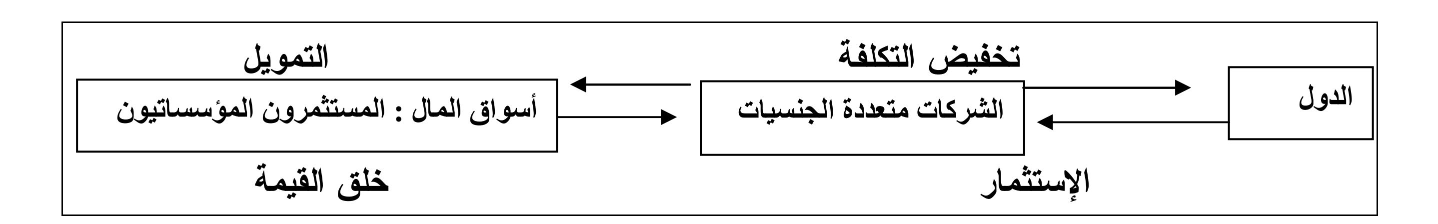
ليس خفيا على أحد الضغط الذي تمارسه تلك الهيئات المالية المتخصصة في التوظيف المالية عبر المحافظ الإستثمارية على المؤسسات، لتجبرها على دفع توزيعات الأرباح **(مشروطة من حيث الزمن و القيمة)**، و تكون قد أسهمت في تشجيع الاستثمار قصير المدى على حساب الاستثمار الحقيقي طويل المدى **(أحد أهم أسباب الأزمة المالية).**

كيف تشوش صناديق الإستثمار المؤسساتي على أسواق المال؟ تفعل ذلك من خلال:

- التصرفات المضاربية ذات الصفة **"Ponzi"** ، و هي ممارسات تدعم تشويش السوق المالي، إذ يتم دفع توزيعات أرباح للمساهمين القدامى مصدرها رأسمال المساهمين الجدد لنشر الانطبـــاع بـــأن الشركة توزع أرباحا[10] ؛
- التخوف من الخطر و إرباك المؤسسات بالتركيزعلى استراتيجية التنويع (**البحث عن الإستثمار في المحافظ المالية التي تنوع أسهم الشركات بدل الإستثمار في أسهم الشركات التي تنوع نشـــاطاتها**)، و لذلك يتميز سلوك المستثمرين المؤسساتيين بعدم الإستقرار، و يشكلون مصدر تشويش علـــى القرارات التي تتخذ في الشركات خاصة القرارات الاستراتيجية؛
- سلوك القطيـــع، الذي يمثل سلوك المستثمرين الصغار المندفعين وراء التوقعات غير العقلانية، هذا السلوك يجعل من السعر مجرد انعكاس للتوقعات دون علاقة بمستوى الاستثمار الإنتاجي الحقيقي، ليتحول هذا السلوك العشوائي إلى خطر نظامي يصعب التحكم فيه [11] .

حتى الشركات متعددة الجنسيات و التي تمثل حقل الإقتصاد الحقيقي، تقـــع أسيرة صناديق الإستثمار المؤسساتي التي تعد أكثر وجوه المالية إبهارا، تبدأ السلسلة من خلال البحث عن التمويل عبر أسواق المال عالميا، توفر صناديق التقاعد و صناديق المضاربة و غيرها أدوات التمويل، و لكنها تطالب بمعدل عائد أدنى على أموالها المملوكة يصل إلى **15 %**.

خلق القيمـــة عبر أسواق المال و تحسين الأداء يبدأ من تخفيض التكاليف الهيكلية، لإمكانية تحقيق مزايا تنافسية تسمح بتحسين المردودية، و لذلك تقوم الشركات متعددة الجنسيات بتقسيم سلاسل الإنتاج و توطن حلقاتها في أكثر البيئات جذبا، و تحرض الدول و تدفعها لابتزاز "**العمل**"، و الدخول في سباق نحو الهاوية في إطار التشريع الإجتماعي و الضريبي [12] (**قوانين العمل و الإستثمار و المنافسة و الضريبة و التحرير المالي و التجاري**).



1 – صناديق التقاعد

المتوقع من صناديق التقاعد أن تسهم في تمويل القطاع الحقيقي، من خلال تمويل الإنتاج و التوسع في الصناعة، و خلق مناصب عمل، و لكن المحقق و بحسب الدراسات التي أجريت على عشريات سابقة (**1999**) يأتي مخالفا تماما، فالناتج عن عمليات إصدار أسهم جديدة في السوق المالي و المتوجه للقطاع الحقيقي لا يوفر سوى **2 %** من رأس المال المطلوب للإنتاج، أما الباقي فيذهب لتمويل :

- عمليات الإندماج و الإستحواذ و شراء الشركات الموجودة، بدل إنشاء شركات جديدة، مما يؤدي لتدمير الوظائف عوض خلقها؛
- المضاربة في أسواق الصرف؛
- الإستثمار في أسواق المشتقات المالية؛
- إعادة شراء الأسهم بعد تعويم أسعارها [13] .

و هي كلها معاملات مالية تسهم في دعم دور **التشويش** الذي تلعبه **المالية الحديثة الشاملة و المباشرة** على الإقتصاد الحقيقي.

2 – صناديق التحوط Hedge Funds

هناك مفارقة في تسمية هذه الصناديق بصناديق التغطية **(les fonds de couvertures)**، في حين أنها تعد صناديق تحكيم و مراجحة، و تحديدا صناديق مضاربة، تعمل الصناديق بأموال الغير (**أموال الادخار و القروض)**، و تطالب بالهامش الضروري في حالة التطور السالب للقيم (**الشراء الهامشي و البيع على المكشوف)**.

مجال استثمارها منوع و يشمل:

- التوظيف عبر أسواق مالية غير مرتبطة، و ذلك بالإنتقال من أسواق المواد الأولية إلى أسواق الأسهم مرورا بالمشتقات المالية على المؤشرات و المستقبليات على معدلات الفائدة؛
- التوظيف في سندات الخزينة، و هو التوظيف المستخدم للتغطية؛
- التدخل و بشكل معاكس على نفس الأداة المالية في أسواق مختلفة كشراء معدل فائدة فرنسي و بيع معدل فائدة ألماني بالرهان على تقلب المعدلات؛
- البحث عن الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها من أجل خلق فوارق أكبر في الوقت الذي تتم فيه التغطية من ذلك.

تتميز هذه الصناديق بتحقيق أداء يفوق متوسط أداء السوق، و ذلك راجع لكونها تجيد مزاوجة مختلف تقنيات السوق سواء المنظم أو سوق التراضي، و لذلك تسمى أيضا صناديق الأداء.[14]

تركز هذه الصناديق استراتيجياتها الإستثمارية بين:

- استراتيجية موجهة، قائمة على تتبع ميول السوق، و أخذ وضعيات مماثلة لحركته و حركة الأوراق المالية، أي اتباع السوق؛
- استراتيجية مرتبطة بالأحداث، قائمة على الإستفادة من الأحداث ذات الإنعكاس المباشر على أسواق المال و غيرها من الأسواق، بالإستفادة من تقلبات السعر و المضاربة عليها؛
- استراتيجية التحكيم و المراجحة [15] .

تعود ملكية صناديق التحوط لفئة معينة من العملاء، هؤلاء يتمتعون بثروات كبيرة، عددهم قليل، و متسامحين تجاه الخطر (**يبحثون عن تعظيم العوائد و يتحملون وضعيات خطر حرجة)**، و يحصل مدراء هذه الصناديق إضافة إلى كونهم مساهمين فيها على مكافئات ترتبط مباشرة بالأداء، و يأتي الخطر الأكبر من صناديق التحوط غير المحصاة و التي تنشط في المراكز المالية "**offshore**"و الواحات الضريبية، و من إعتمادها على القروض البنكية في تمويل استثماراتها [16] .

ربما يتعمق الخطر أكثر عندما يصبح المستثمرون المؤسساتيون خاصة صناديق التقاعد أحد عملاء صناديق المضاربة، من خلال سعي هؤلاء المستثمرين لتنويع البدائل المالية، و ربما يعود لهم الفضل في النمو المعتبر المسجل من طرف صناديق المضاربة، إن من حيث عددها أو حجم أصولها و استثماراتها (**في 2006 شهد الطلب من طرف المستثمرين المؤسساتيين على صناديق المضاربة تطورا بنسبة 69 % ليصل 50.5 مليار دولار تمولها صناديق التقاعد)**، كما يعود لهم الفضل في مزيد من الشفافية و الإفصاح في التعاملات المالية لصناديق المضاربة، كون التخوف من الخطر و الحذر الشديد أكثر الصفات المميزة لمستثمري صناديق التقاعد [17] .

جدول يوضح مستوى التطور في الإفصاح لدى الصناديق الإستثمارية

	صناديق وفرت معلومات خلال السنة	صناديق تسهم في قاعدة المعطيات TASS نهاية السنة	صناديق بدأت توفير معلومات خلال السنة	صناديق أوقفت توفير المعلومات
1998	1 069	907	356	179
2006	4 621	3 900	947	738

Source : www.banque-france.fr

3 – الصناديق السيادية

صناديق الثروة السيادية هي صناديق تملكها الحكومة، مهمتها توظيف الأصول الناجمة عن فوائض ميزان المدفوعات أو الميزانية العامة واستثمارها في الأصول الأجنبية، قد تشمل موارد تلك الصناديق احتياطيات النقد الأجنبي التي يمتلكها البنك المركزي لأغراض التدخل في سوق الصرف الأجنبي أو صناديق التقاعد لموظفي الحكومة.

يهدف الإستثمار عبر الصناديق السيادية بصفة عامة إلى حماية الاستقرار الاقتصادي المحلي من التقلبات (**خاصة في الدول النفطية التي تعاني عدم الإستقرار في أسعار النفط**)، إضافة إلى فكرة التوظيف و جني ريع مالي ناتج عن الريع النفطي.

"الصناديق السيادية أنقذت الوم أ"، لعل هذه الحقيقة المدركة هي التي تجعل الجهات الرسمية تغض الطرف عن النقاش الدائر حول الأهداف الحقيقية لتلك الصناديق، في تجاذب بين داعم لها و مرتاب منها.

تدير الصناديق السيادية **3000** إلى **5000** مليار دولار، و تستثمر الإحتياطات المتراكمة لدى دولها الأصلية، و الناتجة عن موارد الطاقة أو فوائض الميزانية، و تتركز كقوة مالية في حوالي **15** دولة، و كان من المتوقع

أن تتدعم مراكزها المالية أكثر لو استمر الإنفجار النفطي طويلا (**ADIA الصندوق السيادي الذي تعـود ملكيته للإمارات العربية المتحدة استطاع من المداخيل البترولية لــ 20 يوم أن يشتري 4.9 % من البنـك الأمريكي citigroup).**

أظهر الحضور المكثف و الطاغي للصناديق السيادية خلال المنتدى الإقتصادي الأخير "**Davos**" رغبة هذه الأخيرة في الترويج لنفسها، بتغيير الصورة النمطية و بأنها تتمتع بالقدر الكافي من الشفافية (**من الصين، روسيا، الكويت، النرويج، سنغافورة،مع التوضيح من طرف أحد مديري تلك الصناديق بـأن الشـفافية لا تعني الإنكشاف أمام المنافسين، مع الإشارة إلى أن الصناديق الت يتعود ملكيتها للصين و روسـيا محـل ارتياب، في حين تتمتع بقية الصناديق بالثقة الكاملة)** .

الخوف الكامن أو الظاهر (**لدى الأطراف التي تنفي استقلالية الصناديق عن حكوماتها**) من أهـداف تلـك الصناديق، إضافة إلى صعودها القوي في أسواق المال و حجم الأصول التي تمتلكها و تديرها، يكمـن فـي الخوف من :

- التدخل السياسي، و التدخل من أجل مصلحة الدولـة الأم، أو التدخل من خـلال المضـاربة علـى عملـة دولـة أخرى، و ما ينجر عن ذلك من اضطراب في العلاقات الدوليـة و تشـويش علـى السوق؛
- التوظيف في قطاعات حساسة، أو إجتذاب ادخارات شرائح معينة ذات خصوصية، خاصة أن "**الوم أ**" سبق و أن قررت أن توظف صناديق الحماية الإجتماعية و كل الصناديق المرتبطة بالدولـة أموالها في سندات الخزينة؛

و لكن الحاجة للإنقاذ و الإنعاش الإقتصادي و المالي تحديدا لا تدع مجالا للنقد أو التفكير في ضبط الصناديق السيادية، كيف ذلك و لم تتمكن كل المخاوف سابقا من فعل ذلك مع صناديق المضاربة، و مع ذلـك دعـت فرنسا صندوق النقد الدولي لوضع مسألة "تحديد الأهداف و الإعلان عن أنها لا تتعدى توظيف الإدخـارات" ضمن توصيات الشفافية الخاصة به.

و في المقابل يرى آخرون أنه ينبغي التعامل مع الصناديق السيادية كما سبق التعامل مع صناديق المضاربة حالة بحالة، إذ يعود لها الفضل في إنقاذ العديد من البنوك من الإفلاس حيث تعمل كمقرض أخير بدل البنوك المركزية [18] .

و لكن هل سلمت تلك الصناديق من الأزمة المالية ؟

ثالثا – الهيئات التنظيمية و الرقابية – آثار الرقابة و التنظيم و الضبط على أسواق المال–

1 – التدخل الحكومي في سوق العقار الأمريكي

سياسة الحكومة الأمريكية في سوق العقار كانت سياسة تدخل مباشر في آلية السوق (**من أجـل دعـم السـكن**)، و ربما كانت السياسة الأسهل، فبدل العمل على تحسين الإنتاجية و الدخل و رفع مستوى المعيشة لتمكين فئات معينة من الحصول على عقارات، لجأت الحكومة لتسهيل الحصول على الإئتمان من خلال

سياسة نقدية توسعية مبالغ فيها، و متغيرة بشكل مفاجئ، تنتهي نتائجها بتضخم نقدي في الإقتصاد ككل، أو في أحد أسواقه، و قد تعمق ذلك في سوق العقار.

لم ترتفع نسبة ملكية العقار في أمريكا إلا بتدخل من الحكومة الأمريكية في سوق العقار، لقد أنشأت الحكومة سوق رهن عقاري ثانوي لغرض زيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل، و ذلك من خلال التدخل الحكومي المباشر في آليات السوق، و خصوصا في منح الإئتمان، حيث:

- لا يتم الرجوع إلى أي سابقة إئتمانية للعميل؛
- لا يكون هذا الأخير ملزما على توفير دفعة أولى؛
- لا يشترط حد أدنى للدخل؛
- لا يتم الرجوع كثيرا إلى نسبة القرض من قيمة العقار [19] .

و لأنه ما من حدود بين المراجحة و المضاربة، فإن الفوارق بين من يحرك السوق و يصنع مساراته و من ينظم و يراقب و يحمي المستثمرين بدورها تتقلص، لقد أسهمت البنوك المركزية و السلطات التنفيذية في توسيع الفقاعة العقارية مثلها مثل المضاربين:

- قام الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض معدلات الفائدة من **6.5%** إلى **1%** بين سنتي **2001** و **2003** مما أدى إلى انخفاض تكلفة الإقتراض و ارتفاع أسعار العقار؛
- توعدت الحكومة منذ سنة **1995** البنوك و صناديق التوفير باتخاذ اجراءات تنظيمية و قانونية في حالة الإمتناع عن تقديم المزيد من القروض لمحدودي الدخل؛
- استخدمت بعض الشركات الحكومية ضمانات رسمية لشراء المزيد من القروض الخطرة و عملت على توسيع أسواقها الثانوية.

بذلك لا تكون الجهات الرسمية قد فشلت في التنبأ بالأزمة و تقييدها فقط، بل أسهمت و لو دون قصد في تعميقها [20] .

2 – دور البنوك المركزية و وكالات التصنيف:

الحكومات و كذلك البنوك المركزية تغذي فقاعات المضاربة و تشجع القروض عالية الخطر، خاصة عن طريق معدلات الفائدة لاجتذاب المستثمرين بشكل مبالغ فيه، لأن الجميع يحاول الاقتناص من وضعية سوق أو صناعة في حالة ارتفاع، إلى أن يبدأ الأثر العكسي في وضعية الانخفاض [21] .

كون البنك المركزي هو المقرض الأخير في السياسة النقدية، الذي يضمن توفير السيولة في المدى القصير للمؤسسات البنكية، ليس إجراءا عالي المخاطرة، بل على العكس هو إجراء وقائي ضد المخاطر النظامية، يوفر الدعم و الثقة داخل النظام المالي ككل، و لكن لا يمكن أن يستمر هذا الوضع طويلا، كما أن التمويل من خلال العجز يراكم الدين الداخلي و ينعكس سلبا على كل قطاعات الإقتصاد، كيف إن لم يسهم في عودة الثقة إلى الأسواق **(سياسة مكلفة و خطرة دون جدوى).**

ليس على البنوك المركزية أن تكتفي بضخ السيولة في سوق في حالة تراجع حاد.

مساهمة و دور وكالات التصنيف و أجهزة الرقابة البنكية في الأزمة المالية يظل بدوره محل نقاش، لقد تطور الأمر بعد اتفاقية "بال" ليصبح الأداء و الإستقرار البنكي مقرونا بثلاث أعمدة تشكل أساس البناء المتكامل:

- ضرورة وجود الحد الأدنى من الأموال المملوكة التي تشترطها المعايير الدولية من أجل حماية المودعين و دعم الثقة بالنظام البنكي (نسبة الوفاء و القروض المرجحة بدرجات خطر و الإحتياطي..)؛
- الرقابة الداخلية في البنوك (وهي عملية معقدة خاصة في ظل التوريق و التعامل بالمشتقات المالية)؛
- الإنضباط السوقي [22] .

في ظل تقصير أو عجز تلك الأعمدة يبرز دور وكالات التصنيف (**Standard and poor's, Moody's...**)، و التي ينتظر منها توفير أنظمة تقييم و رقابة خارجية مستقلة و موضوعية، إلا أن المفارقة تكمن في أن تلك الوكالات تحصل على الأجر و المكافآت من طالبي التقييم و ليس من جهات مستقلة، فيكون انشغالها إرضاء العميل و ليس تحري الموضوعية.

3- المفاهيم و القواعد الجديدة (القواعد المحاسبية و قواعد الحذر البنكي)

تصف استجابة السوق للمعلومة و انعكاس ذلك على السعر كفاءة السوق في الظروف العادية، أما في حالات الفوضى و الترقب فلا تلبث أن تكون تلك الإستجابة مغذي قوي للأزمة، فبعد الفضائح المالية الناجمة عن التضليل المحاسبي تم اعتماد مفهوم "القيمة العادلة" أي القيمة السوقية الحقيقية بدل القيمة المحاسبية، و كان ذلك ملائما لسلوك استثماري عقلاني في ظل كفاءة السوق، و لكن حالات الهلع و شح السيولة و فقدان الثقة و غياب الطرف المقابل كشفت عن خلاف ذلك، فالقيمة العادلة لا تعود كذلك عندما تؤدي حالة السوق المتراجع بحدة (**في حالة من حالات التسمم الذاتي، أي الأزمة المتولدة ذاتيا)** إلى تدهور أسعار الأصول المعروضة في السوق، حيث التدهور سببه حالة السوق و ليس حالة الشركة المصدرة.

استمرار الحسابات و البيانات السوقية في إظهار الإنخفاض في قيمة الأصول يدفع نحو إفلاس الشركات و من ورائها البنوك و المؤسسات المالية الممولة، و بذلك تتعرض كل الوحدات التي كانت مستقرة و بمنأى عن الخطر منذ وقت قصير إلى موجة من الإفلاس بسبب تدهور القيم السوقية و تراجع القدرة على السداد[23] .

القواعد المحاسبية الجديدة تبحث (**و تذهب بعيدا في ذلك**) على تحديد قيمة الأصول و الخصوم كقيمة عادلة، أي قيمة سوقية، يكون من الصعب الوصول إليها عند التعامل بمنتجات مالية معقدة ليس لها سوق تداول، و يكون الحل في اللجوء إلى الطرق الرياضية المعقدة بدورها، لتحديد القيمة النظرية.

عندما تسوء الأمور تظل المرجعية السعرية الوحيدة المتاحة هي أسعار البيع الإضطراري من قبل الهيئات التي تعاني من صعوبات و الأكثر تأثرا بحالة التراجع، و الأكيد أنها أسعار متهاوية، و يصبح على البنوك

التي تتعامل بمنتجات مماثلة أن تعتمد تلك الأسعار مرجعا لها، الشئ الذي يؤثر أكثر على وضعيتها المحاسبية.

تصبح المفارقة في الرجوع إلى مفهوم القيمة العادلة في عملية التقييم في ظل سوق لا تعمل آلياته، فالقواعد المحاسبية تلك تضخم قيمة الأصول في فترة إنتعاش الفقاعة المالية، و تسمح بزيادة قيمة الديون من طرف المؤسسسات المالية على قاعدة القيمة السوقية لتلك الأصول، ثم يتكرر المشهد في إتجاه معاكس، و تتوجه تلك القواعد إلى تعميق حالة الإضطراب في السوق عندما تنفجر الفقاعة و تتدهور قيمة الأصول بسرعة، و تتضاءل معها قدرة البنوك على التمويل و الائتمان [24] .

في أحدث نشرات صندوق النقد الدولي إقرار بأن جزء من إدارة المخاطر النظامية العالمية يكمن في سد فجوات المعلومات، و زيادة الشفافية في تقييم الأدوات المالية المركبة، خاصة تلك المعلومات المتعلقة بالمعاملات خارج السوق الرسمي و خارج الميزانية العمومية، مما يتيح للأجهزة التنظيمية فرصة تجميع و تقييم و تصنيف المخاطر التي تهدد النظام ككل، و يؤدي ذلك في النهاية إلى تعزيز انظباط السوق [25] **(دون حاجة للتدخل الحكومي المباشر).**

رابعا – دروس الأزمة الجديدة

1 – الأزمة المالية : فشل السوق

توصف الأزمة المالية الحالية كما الأزمات التي سبقتها بأنها حالة من حالات فشل السوق، بسبب سوق المعلومات غير التام، حيث أن حالة الإنتعاش التي تسبق كل أزمة مالية لا تسهم إلا في تضخيم الفقاعات المالية و العقارية و غيرها.

يستمر الإنتعاش الكاذب المغري بالتوسع إلى حين الإنهيار الإقتصادي، نتيجة المعلومات غير التامة عن وضعية أسواق المال، و تعود مسؤولية السوق أيضا إلى الدور الذي تقوم به الوكالات العالمية للتصنيف و تقييم الإئتمان، التي يثبت أنها لا تغير تصنيفها بشكل يتلاءم مع وضعية السوق الحقيقية قبيل الأزمة.[26]

تعزى الأزمة المالية الحالية لندرة المعلومات جيدة النوعية و انعدام المواءمة بين حوافز صانعي السوق، فعندما تكون المعلومات نادرة و موزعة بشكل غير متساو أو متماثل، فإنه يتوقع ألاّ تعكس الأسعار مستويات العرض و الطلب، و لذا تنحرف عن أساسيات السوق.

2– دور السياسة المالية في الخروج من الأزمة

يعد أثر الأزمة المالية على المالية العامة بارزا و معتبرا، حيث تسجل الدول المتقدمة **(و الأكثر عرضة للأزمة)** نسبا مرتفعة للدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، تعتبر الأعلى منذ الحرب العالمية الثانية، و يأتي ذلك في فترة تعرف فيها هذه الدول ضغوطات طويلة المدى بسبب ارتفاع نفقات التقاعد و الحماية الإجتماعية، خاصة بالنسبة للدول التي تعاني من شيخوخة متسارعة داخل مجتمعاتها.[27]

جدول يوضح ارتفاع الدين العام في مجموعة العشرين

السنة	2008 %	2009 %	2008-09 %
رصيد الميزانية:			
الدول المتقدمة – مجموعة العشرين –	2.3 –	3.8 –	6.1 –
الدول النامية – مجموعة العشرين –	0.3 –	3.2 –	3.4 –
مجموعة العشرين	1.5 –	3.6 –	5.1 –
الدين العام:			
الدول المتقدمة – مجموعة العشرين –	4.4	10.0	14.4
الدول النامية – مجموعة العشرين –	2.0 –	1.9	0.1 –
مجموعة العشرين	2.0	7.0	9.0

Source: Finance et développement – Mars 2009 – P 28

ملاحظة :

تعبر الأرقام عن التغير في أرصدة الميزانية و الدين العام في دول مجموعة العشرين (التي تسـهم ب 90% مـن النـاتج الوطني الإجمالي العالمي، و 80 % من المبادلات الدولية، و 3/2 من تعداد السكان) كنسب مئويـة مـن النـاتج المحلـي الإجمالي، و بالمقارنة مع فترات سابقة.

3 – برامج الإنعاش الحكومية

لا يمكن تمويل برامج الإنعاش المالي المقررة من طرف الحكومات إلا عبر الضريبة أو الدين العام (**الذي يمول بدوره مستقبلا عبر الضريبة**)، و حتى لا يتم إثقال الإستهلاك بمزيد من الإنفاق (**الشيئ الـذي يعمق أكثر التراجع الإقتصادي**) قررت مجمل الحكومات زيادة الدين العام.

أعلنت الحكومات عن خطط مالية بـ **2800** مليار دولارعلى سنتين، موزعة كمايلي:

- <u>**الوم أ**</u>: **800** مليار دولار، **700** منها موجهة كدعم للبنوك من خلال مخطط **Paulson** ، لترتفع إلى **1000** مليار دولار في ظل حكومة **Obama**؛
- <u>**أوروبا**</u> : **260** مليار دولار موجهة لنفس الغرض ؛
- <u>**الصين**</u> :**600** مليار دولار، رغم احتياطي العملة الصعبة للبلد المقدر بـ **2000** مليار دولار، و علما أن الصين هي أكبر دائن **للوم أ** (**692.2 مليار دولار سندات خزينة في ديسمبر 2008**)، توجـه للإدخار من خلال شراء سندات خزينة أمريكية أو حتى أوروبية.[28]

4- التأثير الإجتماعي للأزمة المالية

- التضحية بالعمالة خاصة في قطاعي الخدمات و الصناعة، حيث تم إزالة **473 000** منصب عمل في الوم أ نهاية جوان **2009** ، علما أن عدد الوظائف التي تنبأت الأسواق بزوالهـا كـان **400 000**

وظيفة، و ينعكس ذلك مباشرة على الأسواق، بحيث يحجم الإستهلاك، الأمر الذي يدعم الإنزلاق نحو الركود الإقتصادي؛[29]

- إنتقال الأزمة إلى مؤشرات الأسعار الإستهلاكية و انهيار معدلات الصرف، مما يؤثر على الفئات الفقيرة أكثر من غيرها، خاصة مع أي انفجار نفطي؛
- الميل إلى التضحية بالإنفاق الإجتماعي كأسهل مكون من مكونات الإنفاق العام؛
- إعادة بعض الجهات المانحة و عارضي الإئتمان تشكيل المساعدة من القطاع الإجتماعي إلى الإنفاق على تمويل ميزان المدفوعات؛
- عدم المقدرة على امتصاص التغيرات المفاجئة في الطلب على العمالة نتيجة الأزمة، بسبب عرض العمالة الذي لا يتسم بالمرونة، و نظرا لعدم وجود تعويضات و تأمين على البطالة، يلجأ العمال إلى شبكتي الأمان الموجودتين بصورة كبيرة في الدول الأقل نموا، ألا و هما الدعم المقدم للأسر و القطاع غير الرسمي للعمال؛
- إمكانية نشوب الفوضى الإجتماعية و تنامي الإشتراك في الأنشطة غير القانونية، عندما تعجز شبكات الحماية الإجتماعية عن امتصاص الصدمات بسبب الضغط و انتشار الإستخدام السلبي و تعمق الأزمة [30] .

خلاصة

* الأزمة المالية تعيد إنتاج حلقتين سابقتين:

1 – تحول الخشية من الأهداف التي تضمرها الشركات متعددة الجنسيات تجاه الدول المستقبلة خاصة في الدول النامية، إلى الأهداف التي تضمرها الصناديق السيادية التي تغزو حاليا الدول المتقدمة، علما أن الشركات تلك تعود ملكيتها في غالب الأحيان للدول المتقدمة و تستغل بيئة الأعمال في الدول النامية، حيث يضعف التشريع و تضعف السلطة السياسية، في حين أن الصناديق السيادية ملك لحكومات الدول النامية **(و لو بدرجات متفاوتة)** و القليل منها تعود ملكيته لحكومات الدول المتقدمة و تنقذ حاليا الأنظمة المالية و البنكية (**في جزئياتها**) في الدول المتقدمة.

2 – صناديق الإستثمار المؤسساتي على إختلاف أنواعها تفرض قواعد اللعبة الجديدة على الشركات متعددة الجنسيات، اللعبة التي تملي فيها المالية شروطها على الإقتصاد الحقيقي، صناديق الإستثمار تتحكم بتلك الشركات و توجهها نحو تبني استراتيجيات خلق القيمة عبر أسواق المال، فحين تنقل تلك الشركات أرباحها من مكان لآخر، تحول جزءا معتبرا منها للمضاربة في أسواق المال لإرضاء المساهمين و إبقائهم.

* الأزمة المالية تعيد النقاش القديم: من الأكفأ الدولة أم السوق ؟

استنفار عالمي رسمي ضد التحرير المالي ضد المراكز المالية و الواحات الضريبية، ضد صناديق المضاربة، ضد عدم الإفصاح، ضد وكالات التصنيف، و ضد العديد من المفاهيم التقليدية و المستحدثة، و

هذا راجع للتكلفة الباهضة للأزمة المالية الحالية التي ترتبط بأزمة اقتصادية ذات امتدادات، فهي أزمة غذاء و أزمة طاقة و أزمة بيئة، و أزمة في عقيدة الفكر الواحد المهيمن و ايديولوجيا السوق و قدرته على التعديل و الضبط، لقد غابت هذه القدرة أمام الأخطار النظامية و آثار العدوى.

الدولة من خلال التدخل الحكومي تزج بنفسها من جديد في معترك السوق، لتصحح انحرافاتـــه و اخفاقاتـــه، و مطلوب منها الكثير : إصلاح النظام المالي الدولي.

الهوامش :

1 – **راندل دود** – الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة – مجلة التمويل و التنمية – ديسمبر 2007 – ص 15...19.

2 – la nouvelle crise financière de 2007 – 2008 et sa portée – résumé de : **Paul Boccara** – Transformation et crise du Capitalisme mondialisé, quelle alternative ? – édition le temps des cerises- 2008 - www.humanité.fr

3 – **Marie-Anne Kraft** – Bilan financier mondial et leçons de la crise – 28 / 03 / 2009 – www.mediapart.fr

4 - **Marie-Paule Virard** – Dérives et crise du Capitalisme financier – 10 / 11 / 2008 – Fondation progressiste Terra nova – www.tnova.fr

5 **- Ronan Palan** – Paradis fiscaux et commercialisation de la souveraineté de l'Etat – Traduction de **Marc Mousl**i - revue: économie politique - Sussex - N^0 15 - p79...96.

6 – **رمزي زكي** – العولمة المالية / الإقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي – دار المستقبل العربي – القاهرة – 1999– ص 138.

7 – la liste noire des paradis fiscaux – 03 / 04 / 2009 – www.lepoint.fr

8 - Sans auteur – Les zinzins : qui sont ces drôles d'oiseaux? – Actualités économiques – 11 / 2000.

9 – Sans auteur – Le développement des investisseurs institutionnels – 06 / 2009 – www.crdp-montpellier.fr

10 - **Frédéric Lordon** - Quand la finance prend le monde en otage - le monde diplomatique – 09 / 2007 - www. Le monde.fr

11 - Sans auteur – Spéculation internationale; l'heure de vérité - le monde diplomatique - 08 / 2007 - www .le monde.fr

12 – **Arnaud Zacharie** – Crise financière: changer de paradigme – centre national de coopération au développement – 25 /02 /2009 – www.cncd.be

13 – **Raymond Favreau** – Démystifier la bourse, les fonds de pension et les régimes de retraites – Journée d'étude d'Attac – Québec – 30 / 12 / 2002 – www.québec.attac.oeg

14 – **Henri Bourguinat**- la tyrannie des marchés / essai sur l'économie virtuelle – Economica – 1995 – PP 37.38.

15 – **Roger Ferguson** –Hedge Funds et risque systémique - P 49..59– in : La stabilité financière – Revue de la banque de France – N^0 10, numéro spécial : Hedge Funds – 04 / 2009 – www.banque-france.fr

16 - **Dominique Plihon** - Crise mondiale et marchés financiers 1999 - extrait publié le 13 /06 /2009 –www.cedp-montpelier.fr

17 - **Roger T. Cole** –Hedge Funds , transfert du risque de crédit et stabilité finançière - P 7..18– in : La stabilité financière – Revue de la banque de France – N^{0} 10, numéro spécial : Hedge Funds – 04 / 2009 – www.banque-france.fr
18 – **Sophie Fay** – Les nouveaux géants de la finance – Davos – 29 / 01 /2008 – www.lefigaro.fr
19 – **وشاح الرزاق** – الأزمة المالية الحالية – المعهد العربي للتخطيط – www.arab-api.org
20 – **جون نوبيرغ**– التدابير التنظيمية و تداعياتها السلبية – مجلة مصباح الحرية – 12 اكتوبر 2008 – www.misbahalhurriyya.org
21 - Spéculation Internationale – op.cit.
22 **– Charles De Smet** – La crise financière : un prétexte au retour de l'Etat – Institut Hayek –10 /2008 www.fahayek.org
23 – **جون نوبيرغ**– مرجع سابق.
24 – Didier Migaud – la crise financière : quelle analyse, quelles propositions – 11 / 2008 – www.jean-jaures.org

25 – دروس الأزمة – نشرة صندوق النقد الدولي – 06 مارس 2009 – www.imf .org
26 – **أحمد الكواز** – إخفاق الأسواق و تدخل الدولة – مجلة جسر التنمية / سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية – العدد 69 / السنة الرابعة – جانفي 2008– المعهد العربي للتخطيط بالكويت – www.arab-api.org
27 – **Carlo Cottarelli** – Qui va payer la facture: le rôle de la politique budgétaire à moyen terme dans la sortie de crise – Finance et Développement – Mars 2009 – P 27.
28 - **Marie-Anne Kraft** – opcit.
29 – **T,Dong** : L'économie américaine a détruit 473000 emplois – 01 / 07 2009 - www.lefigaro.fr
30 – **محمود محي الدين** – العولمة و أسلوب الإدارة الإقتصادية: منظور مصري – المعهد العربي للتخطيط بالكويت – www.arab-api.org